



造纸行业 2022 年信用风险展望

包装类纸价有进一步提升空间，行业债券融资将继续收紧

目录

行业政策	2
行业供需	3
盈利能力	5
债市分析	5
信用质量	7

分析师

何晓红 010-67413345
工商部 分析师
hexiaohong@dagongcredit.com

刘银玲 010-67413322
工商部 分析师
liuyinling@dagongcredit.com

客户服务

电话：010-67413300
客服：4008-84-4008
Email: research@dagongcredit.com

2021 年，造纸行业主要受新冠肺炎疫情（以下简称“疫情”）、环境保护、淘汰落后产能以及“禁废令”等方面的政策影响；上半年行业供需较旺盛，三季度受“双减”和“能耗双控”影响均有所回落，纸价整体温和和上涨，纸浆市场总体呈成交量回升和价格回落的局面；行业营业收入和利润总额同比保持增长但增速逐月下滑；整体供给结构将继续优化；发债规模有所下降。展望 2022 年，纸企仍将面临较大的环保监管压力；文化用纸需求将进一步降低，包装类用纸供需差扩大，价格有进一步提升空间；债券融资规模仍将继续收紧，行业整体信用水平将保持稳定，但需关注中小型纸企偿债能力的不确定性。

- **行业政策：**造纸行业主要受环境保护、淘汰落后产能以及“禁废令”等方面的法律和政策影响，预计 2022 年，环保监管力度只高不低，纸企仍将面临较大的环保监管压力。
- **行业供需：**2021 上半年造纸行业供需较旺盛，三季度受“双减”和“能耗双控”影响供需均有所回落，纸价整体温和和上涨，纸浆市场总体呈成交量回升和价格回落的局面；预计 2022 年，随着无纸化和“双减”政策推进，文化用纸需求将进一步降低；同时疫情下网络购物进一步渗透，同时受“禁废令”、“限塑令”等影响，包装类用纸供需差扩大，价格有进一步提升空间。
- **盈利能力：**2021 年以来，造纸行业营业收入和利润总额累计增速逐月下滑，随着“禁废令”等各项政策施行，行业整体供给结构将继续优化。
- **债市分析：**2021 年，造纸行业发债规模有所下降，发行品种以可转债和公司债为主，存续债券到期期限相对分散；预计 2022 年，造纸行业债券发行规模提升空间较小，债券融资规模仍将继续收紧。
- **信用质量：**造纸行业发债主体较为集中，预计整体信用水平将保持稳定，但需继续关注中小型纸企偿债能力的不确定性。

2021 年 12 月 29 日

行业政策

造纸行业主要受环境保护、淘汰落后产能以及“禁废令”等方面的法律和政策影响；预计2022年，环保监管力度只高不低，纸企仍将面临较大的环保监管压力。

造纸行业受环境保护、淘汰落后产能以及“禁废令”等方面的法律和政策影响较大。造纸行业是一个高污染高能耗的行业，尤其是废水、废气及固体废物排放量较高。近年来，国家发布的造纸行业发展政策和环保政策等，均对纸制品企业的污染排放标准和资源消耗标准提出更严格的要求，意图推动产业转型升级，向节能化、清洁化方向发展。2020年，《中华人民共和国固体废物污染环境防治法(2020修订)》实施，企业投入更多的资金成本用于升级和改造生产设备以及环保节能设备，对淘汰落后产能、释放市场空间有较为直接的作用。2021年，随着环保政策的实施，造纸行业固废处理成本增加，所面临的环保监管压力进一步增大。与此同时，我国持续推动造纸等行业技术和设备转型升级，提升绿色水平。2021年1月，国家发展改革委、生态环境部联合发布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》，该政策被称为我国史上最严限塑令，“以纸代塑”将为白卡纸等产品带来新一轮增长动力。

表1 近年来造纸行业有关环境保护、淘汰落后产能相关政策

时间	名称	内容	影响
2021年	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年(2021-2025年)规划和2035年远景目标纲要》	扩大轻工、纺织等优质产品供给，加快化工、造纸等重点行业企业改造升级，完善绿色制造体系	促进纸制品企业技术和设备改造升级
2020年	《商务领域一次性塑料制品使用、回收报告办法(试行)》	各类超市、商场、集贸市场减少使用、积极回收塑料袋等一次性塑料制品，推广应用可循环、易回收、可降解的替代产品	促进环保替代产品包括纸袋、可循环使用的布袋、提篮和可降解塑料制品等的需求
	《中华人民共和国固体废物污染环境防治法(2020修订)》	对产废单位建立全程监管机制、完善法律责任、增加自主验收和排污许可、增加固废环境损害赔偿磋商等	固废处理成本增加，面临较大监管压力
2019年	《关于开展2019年生态环境保护统筹强化监督(第一轮)工作的通知》	新一轮的环保大督查将涉及广东、浙江、河北等全国25个省和直辖市	环保检查越来越严，将有多家纸厂因此被处罚甚至关停
	浙江省生态环境厅《关于进一步加强工业固体废物环境管理的通知》	加快完善工业固体废物源头管控、收集转运、能力建设、存量清零、执法监管各环节的闭环管理	制浆及造纸企业会产生大量固体废物，该类企业将面临较大监管压力
2018年	《制浆造纸工业污染防治可行性技术指南》	规定了制浆造纸工业废气、废水、固体废物和噪声污染防治可行技术	对造纸行业进行技术性指导

数据来源：大公国际根据公开资料整理

“禁废令”方面，自2017年下半年开始，我国对废纸进口的限制政策逐步加码，对进口

废纸的质量、数量和检验程序等方面进行严格管控，自 2021 年起，我国全面禁止固体废物进口。2020 年，我国废纸浆需求缺口为 380 万吨，2021 年预计废纸缺口为 689 万吨，缺口扩大，需要一定的时间进行补充。在禁止进口固体废物同时，我国加速发展废物回收利用，进一步推动我国废纸回收系统的建设。我国废纸回收率低于 50%，相较发达国家的 70%~80% 的回收率，我国废纸回收尚有较大的提升空间。预计 2022 年，环保监管力度只高不低，纸企仍将面临较大的环保监管压力。

表 2 近年来造纸行业有关“禁废令”相关政策

时间	名称	内容	影响
2020 年	《关于全面禁止进口固体废物有关事项的公告》	禁止以任何方式进口固体废物	全面禁止进口废纸
2018 年	《中共中央国务院关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的建议》	全面禁止洋垃圾入境，严厉打击走私，大幅减少固体废物种类和数量，力争 2020 年年底基本实现固体废物零进口	降低进口废纸量
2017 年	《禁止洋垃圾入境推进固体废物进口管理制度改革实施方案》	完善进口垃圾监管	影响进口废纸量，加强对进口废纸的监管
	《进口废纸环境保护管理规定》	申请进口废纸许可的加工利用企业生产能力应不小于 5.00 万吨/年	提高进口废纸加工企业门槛

数据来源：大公国际根据公开资料整理

行业供需

受建党 100 周年及行业周期运行影响，2021 上半年造纸行业供需较旺盛，三季度受“双减”和“能耗双控”影响供需均有所回落；纸价整体温和上涨，纸浆市场总体呈成交量回升和价格回落的局面；预计 2022 年，随着无纸化和“双减”政策推进，文化用纸需求将进一步降低，同时疫情下网络购物进一步渗透，叠加“禁废令”、“限塑令”等影响，包装类用纸供需差扩大，价格有进一步提升空间。

需求方面，造纸行业下游销售涉及零售、电商、物流、出版等行业，因疫情防控需要，2021 年一季度，教材教辅、出版物等处于春节出版招标季，叠加春节效应，文化、印刷用纸需求较高；二季度，建党 100 周年党刊、宣传书籍需求增加带来大量新增订单；三季度以来，《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》（“双减”）实施，随着“双减”政策落地，学校教材、作业纸和培训资料的印刷用纸需求大量减少，新闻纸受纸质报刊行业下行市场持续萎缩。生活用纸作为必选消费品，需求量稳健，同时居民个人卫生意识提升有望拉动纸巾等生活用纸产品日常使用需求的上升。网络购物迅速发展，推动包装纸、箱纸板、瓦楞纸等需求上涨。

供给方面，截至 2021 年 10 月，全国机制纸及纸板产量累计值为 11,164.14 万吨，累计同比增长 8.4%；其中，上半年随着国内经济恢复和需求回升，产量同比保持稳定增长，三季度以

来，受“能耗双控”影响，企业开工率下滑，产量增速有所回落，到9月和10月，产量同比分别减少7.8%和6.7%。

产品价格方面，2021年全年整体呈波动上升态势。2021年一季度价格相应出现一段上涨行情，以玖龙纸业箱板纸和瓦楞纸出厂平均价格为例，一季度箱板纸和瓦楞纸平均出厂价格均出现小幅上调，到3月末分别达到5,700元/吨和4,480元/吨，均为近一年最高价格。2021年二季度，4月初开始纸制品价格有所回调，此后价格整体保持稳定；三季度，下游需求总体有所提升，纸价保持高位，6月开始有所回调。三季度不同纸产品价格变动不同，需求拉升，催化纸价上行，8月及9月价格均上涨500元/吨，较6月初上涨1,400元/吨，预期白卡纸价格年内仍呈现温和上涨趋势。

原材料方面，根据中国造纸协会发布的纸浆指数，纸浆价格定基总指数在2021年3月达到2018年1月以来的第二个高点135.00之后，价格定基总指数由2021年4月开始回落，截至10月已连续回落7个月至109.51；纸浆价格总指数在2021年7月出现反弹后，截至10月连续三个月出现下降，环比为92.80；物量定基总指数由2021年4月开始连续回落6个月于10月出现回升。纸浆物量总指数波动上升，截至2021年10月环比升高至109.36。纸浆市场总体呈成交量回升和价格回落的局面。

展望2022年，随着无纸化和“双减”政策推进，文化用纸需求将进一步降低；同时疫情下网络购物进一步渗透，包装类用纸需求将持续提升，包装纸主要采用废纸作为原材料，“禁废令”下国内废纸缺口较大，“限塑令”推动“以纸代塑”，供需差扩大，价格有进一步提升空间。

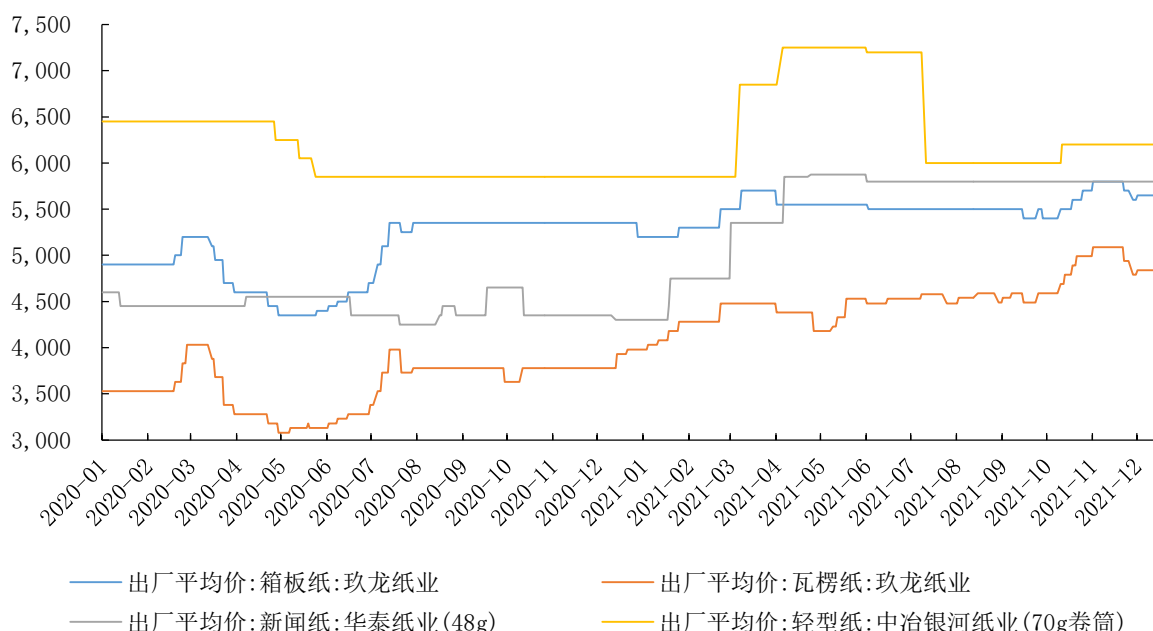


图1 2020年以来各类型纸出厂平均价 (单位: 元/吨)

数据来源: Wind, 大公国际整理

盈利能力

2021年以来，受2020年基数较小影响造纸行业营业收入和利润总额累计同比保持增长，但增速逐月下滑，行业盈利能力逐步减弱。随着“禁废令”等各项政策施行，淘汰落后产能及疫情影响倒逼清退大量盈利能力薄弱的中小纸企，行业整体供给结构将继续优化。

2021年1~10月，行业营业收入累计为12,159亿元，同比增长16.80%；利润总额累计为707亿元，同比增长22.40%。2021年以来，行业营业收入累计同比保持增长，主要是2020年受疫情影响基数较低所致，同时累计同比增速逐月小幅下降。下半年下降幅度明显扩大，行业利润总额下半年来振幅下降明显，主要是三季度以来受“双减”和“能耗双控”等影响供给回落所致。行业毛利率方面，2021年前三季度当季毛利率分别为15.35%、15.49%和12.92%，其中一季度及二季度同比均小幅提升，三季度同比小幅下降。

受制于废纸进口额度、国内废纸回收网络和“林浆纸一体化”等原料把控能力方面的不足，小规模产能主动退出；而环保政策逐步加码下，行业中落后产能被迫退出；此外，环保、技术及资金等方面的要求导致行业进入门槛总体较高；多方面因素作用下，行业集中度持续上升。展望2022年，随着“禁废令”等各项环保政策施行，淘汰落后产能及疫情影响倒逼清退大量盈利能力薄弱的中小纸企，行业整体供给结构将继续优化。

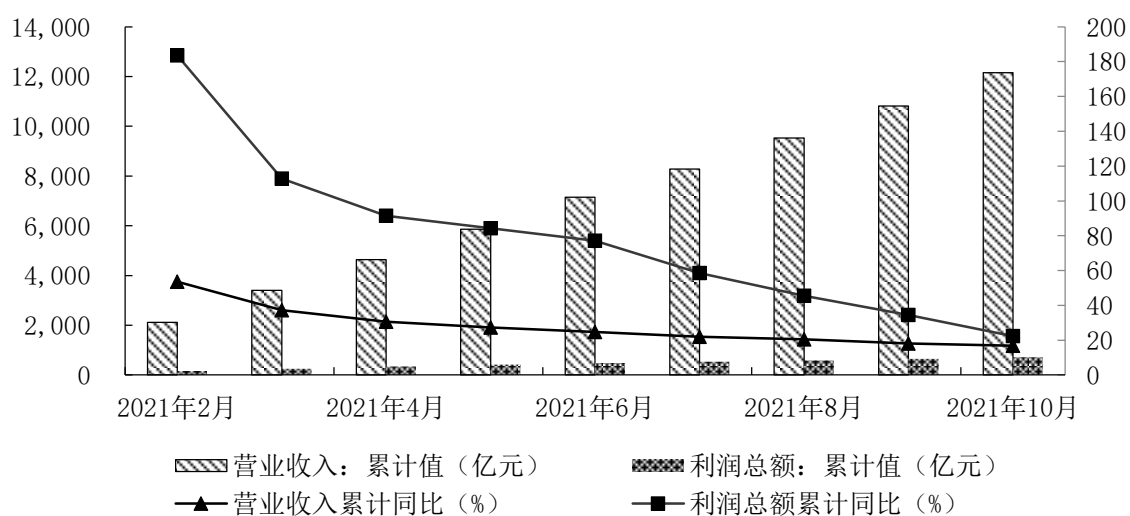


图2 2021年以来造纸行业营业收入和利润总额（左轴）及同比增速（右轴）（单位：亿元、%）

数据来源：Wind，大公国际整理

债市分析

2021年，造纸行业发债规模有所下降，发行品种以可转债和公司债为主，存续债券到期期限相对分散；预计2022年，造纸行业债券发行规模提升空间较小，债券融资规模将继续收紧。

2021年截至12月8日，造纸行业共发行债券7只，较2020年减少3只，发行总额为

53.10 亿元，较 2020 年减少 28.70 亿元，主观原因是在前期供给侧结构性改革、淘汰落后产能及疫情的影响下，企业投资需求下滑，同时企业自身也存在主动降杠杆、优化债务结构的需求；客观原因方面，造纸行业正处于持续淘汰落后产能阶段，加之资本市场资金并不倾向于高污染高耗能的传统产业，在金融监管趋严，去杠杆的大背景下，造纸行业内发债企业也面临着发行难度加大等问题。

发行债券的品种方面，2021 年，造纸行业新发债券以可转债和公司债为主，发行总额分别 27.20 亿元和 20.00 亿元，剩余为超短期融资券和中期票据，发行总额分别为 5.00 亿元和 0.90 亿元。

发债主体方面，2021 年，共计 7 家造纸企业发行债券，其中仙鹤股份有限公司发行规模最大，金光纸业(中国)投资有限公司(以下简称“金光纸业”)主体评级最高。整体来看，2021 年造纸行业新发债规模有所减少，新增发行债券的主体等级较为分散，且主要分布在 AA 和 AA+。

表 2 2021 年造纸企业发行债券情况 (单位: 亿元、%)

公司名称	证券简称	主体评级	发行债券规模	发行规模占比
仙鹤股份有限公司	鹤 21 转债	AA	20.50	38.61
金光纸业(中国)投资有限公司	21 金光 01	AAA	10.00	18.83
衢州五洲特种纸业股份有限公司	特纸转债	AA	6.70	12.62
桓台县金海公有资产经营有限公司	21 桓台 01	AA	6.00	11.30
金红叶纸业集团有限公司	21 金红叶 SCP001(高成长债)	AA	5.00	9.42
广西金桂浆纸业有限公司	21 金桂 01	AA+	4.00	7.53
山鹰国际控股股份公司	21 山鹰国际 GN001	AA+	0.90	1.69
合计			53.10	100.00

数据来源: Wind, 大公国际整理

2021 年截至 12 月 8 日，造纸行业存续债券规模为 459.04 亿元，分债券类型看，资产支持证券 257.83 亿元，占比为 56.17%；可转债和公司债存续规模分别为 88.81 亿元和 78.50 亿元，其他主要为中期票据和超短期融资券，分别为 28.90 亿元和 5.00 亿元。期限方面，存续债券分布较为分散，其中 1 年以内和 10 年以上存续债规模较高，存续期限超过 10 年的债券全部为金光纸业发行的资产证券化产品。

表 3 截至 2021 年 12 月 8 日造纸行业存续债券期限结构 (单位: 亿元、%)

项目	≤1 年	(1, 3]年	(3, 5]年	(5, 10]年	>10 年	合计
金额	84.00	64.95	56.06	27.20	226.83	459.04
占比	18.30	14.15	12.21	5.93	49.41	100.00

数据来源: Wind, 大公国际整理

综合来看，造纸行业目前供需相对平衡，新增产能空间较小，造纸企业固定资产投资需求较弱；另一方面，在金融监管趋严及资本更倾向新兴产业的背景下，造纸企业债券发行难的局面仍难以改善，预计 2022 年，造纸行业债券市场整体发行规模提升空间较小，债券融资规模

将继续收紧。

信用质量

造纸行业发债主体较为集中，预计整体信用水平将保持稳定。需继续关注在淘汰落后产能及环保政策趋严背景下，中小型纸企逐步被整合和淘汰，其偿债能力存在一定不确定性。

2021年以来，造纸行业无债券违约，发债企业主体及债项级别均未变动，整体信用水平较为稳定。

从存续债发行主体来看，造纸行业存续债发债主体共11家企业，其中级别主要集中在AA和AA+。按照存续债规模看，则主要集中于金光纸业和山鹰国际控股股份公司（以下简称“山鹰国际”）这两家企业，存续债规模分别为297.83亿元和41.81亿元，在存续债中合计占比为73.99%，主体级别分别为AAA和AA+，其中金光纸业为国内最大的综合性造纸企业，纸品种类多样，具有显著的规模、技术和品牌优势，经营状况较好且盈利能力较强，存续债主要为资产支持证券，期限大多分布在10年以上；山鹰国际为大型上市民营企业（股票代码：600567.SH），主要生产箱纸板、瓦楞纸、瓦楞箱板纸箱等包装纸和新闻纸、胶印书刊纸等文化纸，产品产量和营业收入处于行业领先地位，经营情况较好，存续债主要为可转债，存续期限主要为3年左右和4年左右。

综合来看，造纸行业存续债发行主体较为集中。预计2022年，造纸行业信用水平仍将保持稳定。但需关注，我国造纸行业目前市场集中度仍相对较低，并且很多纸制品企业脱胎于国有或集体的县级造纸厂，中小企业众多，在淘汰落后产能持续推进以及环保政策趋严的背景下，纸制品企业将加快并购重组步伐，行业集中度也将持续提升，中小型纸企逐步被整合和淘汰，其偿债能力亦将存在一定不确定性。

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。